

저성장 시대의 新투자전략 (요약)

장기 보유를 통한 수익률 극대화는 그동안 주식 투자의 미덕으로 평가돼 왔다. 그러나 장기 투자가 늘 좋은 성과를 보장해 주는 것은 아니다. 2000년대 들어 미국 증시는 10년 넘게 장기 박스권에 머물러 있다. 주식시장의 순환적 사이클(Cyclical trend)에서는 강세장과 약세장이 반복되고 있지만, 보다 긴 장기 사이클(Secular trend)은 회복세를 벗어나지 못하고 있다.

장기 회복 장세의 출현은 역사적으로 그리 드문 일이 아니다. 미국 증시는 이미 1969~82년에 장기 회복 장세가 출현했고, 한국 증시도 1989~2002년에 장기 박스권 장세를 경험했다. 성장 둔화의 시기에 주가는 장기 회복세를 나타냈다. 미국은 정부의 대차대조표 조정, 한국은 내수에서의 구조적 리스크가 커지고 있어 당분간 경제 성장률의 극적인 상승을 기대하기 힘들다.

장기 회복 장세 속에서도 주식시장의 순환적 강세장(Cyclical bull market)은 나타날 수 있다. 이 경우에도 경기가 좋아지는 순간 인플레이션 부담이 빠르게 커질 수 있다는 점을 고려해야 한다. 글로벌 디플레이터로서 중국이 가진 위상이 약화되고 있고, 서구 중앙은행들이 인플레이션에 대해 유화적인 태도를 견지하고 있기 때문이다.

전반적으로 마켓타이밍(Market timing)이 가지는 중요도가 높아질 것으로 보인다. 시장(Index)에 대한 투자는 6개월~1년 정도로 투자 시계(視界)를 짧게 가져갈 필요가 있다.

한편 장기 회복장에서도 주가가 추세적으로 오르는 장타 종목은 나올 수 있다. 장기 투자 종목의 컨셉은 ‘아주 안정적인’ 사업 구조를 가지고 있는 종목군이거나, ‘아주 혁신적인’ 비즈니스를 영위하고 있는 종목들이다. 미국에서도 대표지수들은 장기 박스권에 갇혀 있지만 ‘필수 소비재’, ‘헬스케어’, 애플과 같은 혁신형 종목들은 사상 최고가를 경신하고 있다.

LG생활건강(051900), 오리온(001800), CJ대한통운(000120), LS산전(010120), 현대차(005380), NHN(035420), 키움증권(039490), 에스엠(041510) 등 8개 종목을 장기 투자 유망 종목으로 추천한다.

구조적 전환기(The Age of Transition)의 투자전략

2008년 글로벌위기 발생을 계기로 세계는 구조적 전환기로 진입하고 있습니다. 표면적으로는 부채의 위기로 보이지만, 현재의 위기는 장기 저성장, 저금리, 고실업 등 경제와 사회전반의 구조적 변화를 요구하고 있습니다. 또한 구조적 환경의 변화로 주식, 부동산 등 자산가격도 과거와는 다른 차원에서의 접근이 필요합니다. 대우증권은 이러한 변화 중 금융시장에 영향을 줄만한 주제를 연구원들이 공동 참여하여 ‘The Age of Transition’이란 제목으로 자료를 수시로 출간할 예정입니다.

* ‘The Age of Transition’은 세계사회학회(ISA) 회장을 지낸 이매뉴얼 월러스틴(Immanuel Wallerstein)의 저서 제목입니다. 월러스틴은 현재의 시스템 위기를 이미 20세기 후반에 예고했었습니다. ‘이행의 시대’로 번역된 이 책의 제목을 인용한 것은 그만큼 근본적이고 구조적인 변화가 향후 나타날 것으로 예상하기 때문입니다.

주식의 시대는 끝났다?

Stocks are dead?

지난 8월 세계 최대의 채권 투자 펀드를 운영하는 핼코(Pimco)의 최고 투자책임자(CIO)인 빌 그로스는 “주식투자의 시대는 끝났다(Stocks are dead)”고 말했다. 빌 그로스는 앞으로 주식이 과거에 기록했던 수익률을 더 이상 보여줄 수 없을 것이라고 단언해 화제를 모았다.

2000년대 미국 증시는 장기
황보장

빌 그로스의 주장이 아니더라도 2000년대 들어 미국 증시는 장기 황보세를 면치 못하고 있다. 현재 S&P500지수는 신경제 붐이 정점에 달했던 90년대 말 수준에도 미치지 못하고 있다. 2000년대 미국 S&P500 지수의 연평균 수익률은 -0.3%에 그치고 있다. 배당을 감안한 총 수익률(Total return) 역시 연평균 1.5%에 불과하다. 배당을 포함하더라도 2000년대 전체적인 주식의 투자 성과는 채권 투자 수익률(미국 국채 10년물 연평균 4.0%)에도 미치지 못하고 있다.

장기 투자에 대한 믿음은
80~90년대 이례적인 급등
장세에 기반을 두고 있어

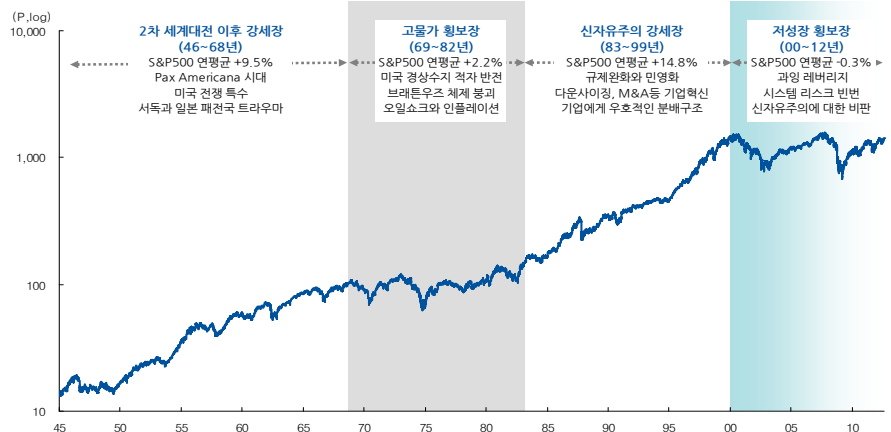
대부분의 주식 투자 교과서에서는 장기투자의 중요성을 언급하고 있다. 그러나 ‘매수 후 보유’를 통한 장기 투자가 효과를 보기 위해서는 장기적인 주가 사이클이 상승 궤적을 그려야 한다. 그러나 2000년대 미국 증시에서 장기 투자의 효과는 크지 않았다.

교과서에서 말하는 장기 투자의 효과는 어찌면 80~90년대에 나타났던 주가 급등에 기대고 있는지도 모른다. 82~99년의 강세장에서 S&P500 지수의 연평균 상승률은 14.8%에 달했다. S&P500 지수는 이 기간 동안 12배 가까이 올랐다. 이런 주가 상승률은 대단히 예외적인 성과이다. 90년대 중반 이후 발간된 대부분의 주식 투자 교과서들은 이런 이례적인 수익률을 근간으로 해서 쓰여졌다고 봐야 한다.

69~82년에도 장기 황보 장세가
나타나

그러나 역사적으로 보면 주식시장이 늘 오르기만 했던 것은 아니다. 10년 이상의 장기 사이클로 보면 미국 증시에서는 장기 강세장(Secular bull market)과 장기 황보장(Secular sideways market)이 반복돼 나타났다. 미국 증시에서는 80년대의 강세장이 나타나기 직전인 69~82년에 장기 황보세가 나타났다. 2000년대에 미국 증시가 경험하고 있는 장기 황보세가 아주 예외적인 경우는 아니었던 셈이다.

그림 1. 미국 S&P500 지수 장기 추이 - 2000년대 장기 황보장, 70년대도 비슷한 황보장을 경험



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

**1970년대와 2000년대의
공통점은 저성장**

장기 저성장이 주가의 정체로 귀결

1970년대와 2000년대 미국 경제에서 관찰되는 뚜렷한 공통점은 ‘저성장’이다. 69~82년의 주가 장기 횡보 기간 동안 미국의 연평균 GDP 성장률은 2.5%였다. 자본주의의 황금기로 불리는 2차 대전 이후 60년대 후반까지 미국의 GDP는 연평균 6.3% 성장했고, 주식시장도 장기 상승세를 나타냈다. 그러나 60년대 말부터 성장률이 급격하게 둔화되자 주식시장도 장기 횡보세로 반전됐다.

**2000년대 미국 경제 성장률은
전후 최저**

‘성장’이라는 관점에서 보면 2000년대에 나타나고 있는 미국 증시의 부진도 어느 정도 설명될 수 있다. 2000년대 미국의 연평균 성장률은 1.3%에 불과하다. 결국 경제가 성장하지 못하면서, 주가도 박스권의 덩어리만 늘어났을 뿐이다.

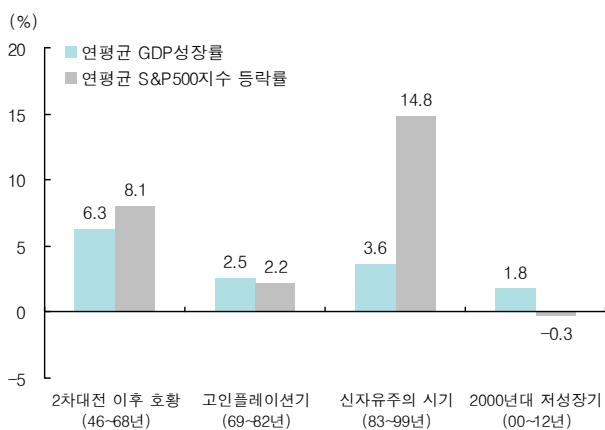
**장기적으로
주가는 성장률을 반영**

한편 주식 투자의 성과가 경제 성장률을 훨씬 웃돌았던 83~99년의 경험은 예외적인 사례로 봐야 한다. 성장 둔화 국면에서의 주가 급등을 설명하는 사례로 언급되곤 하는 80~90년대의 강세장은 기업에게 우호적인 분배 구조의 정립을 통해 나타났다. 총량적인 GDP 성장 속도보다 기업이익의 증가 속도가 훨씬 빠르게 나타났던 것이다. 그러나 자본에 대한 노동의 교섭력 약화라는 형태로 나타났던 이런 패러다임이 앞으로 지속되기는 어렵다. 미국도 성장을 해야 주가가 오를 수 있는 구조로 바뀌고 있는 것이다.

**공공 부채 문제로 미국은 저성장
지속**

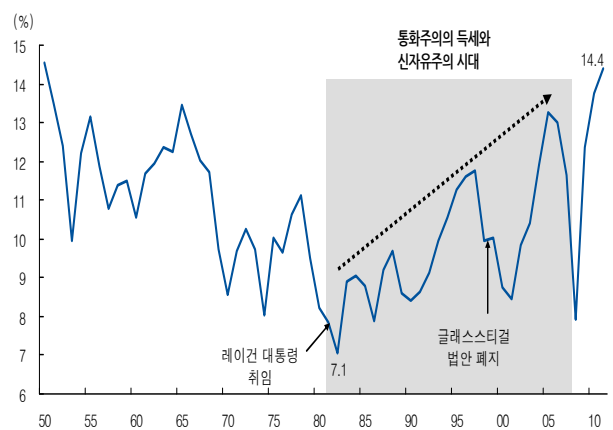
우리는 미국 정부의 부채 조정 과정이 진전되기 전까지 미국 경제의 성장률이 높아지기 힘들 것으로 보고 있다. 현재 시장에서 형성돼 있는 미국의 GDP 성장률 전망치는 2차 대전 이후 가장 낮은 수준으로, 잠재성장률 수준을 크게 넘어서지 못하고 있다. 정부의 디레버리징이 경제 성장 속도를 늦출 것이라는 우려가 반영된 결과이다.

그림 2. 미국 국면별 GDP와 주가 상승률 - 70년대와 00년대 부진



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 美 GDP 대비 기업이익 점유율 - 기업에 우호적인 분배구조



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

한국 잠재 성장률 하락

우리는 한국 경제의 성장률도 단기간 내에 높아지기는 힘들 것으로 보고 있다. 무엇보다도 내수의 구조적 리스크가 커지고 있다는 점에 주목한다.

3% 이하 성장은 대단히 예외적인 경우

우리는 지난 달에 2012년 GDP 성장률을 2.6%로 하향 조정했다. 3% 미만의 성장은 자주 나타나는 현상이 아니다. 경제 개발 본격화 이후 GDP 성장률이 3%를 하회한 해는 모두 5개 년에 불과했다. 2차 오일쇼크(80년 -1.9%), IMF 구제금융(98년 -5.7%), 카드 버블 붕괴(03년 2.8%), 글로벌 위기(08년 2.3%, 09년 0.3%) 국면에서만 성장률이 3%를 하회했다.

구조적인 성장률 하락세

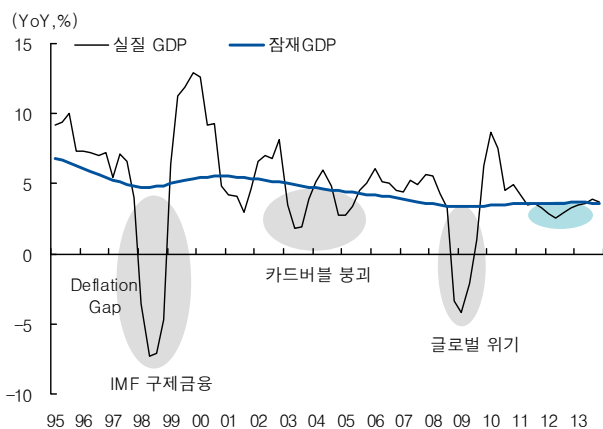
과거에 성장률이 3%를 하회했던 경우는 모두 경제에 큰 충격을 주는 이벤트가 있었고, 이 과정에서 신용경색이라는 시스템 리스크가 동반됐다. 그러나 2012년에는 과거 성장 둔화 국면에서 나타났던 극심한 사회·경제적 공포가 수반되지 않았다. 신용 경색 없이 성장률이 3%를 하회한다면 한국 경제의 장기 성장률이 구조적으로 낮아진 것이 아닌지 의심해 봐야 한다.

한국 경제의 잠재성장률 하락에 대한 논의는 다양하게 전개되고 있다. 잠재성장률 추정에는 여러가지 가정이 들어가지만, 우리의 추정치는 3.6%이다. 잠재성장률을 3%대 중후반으로 제시한 각종 연구기관(현대경제연구원 3.8%, 국회예산정책처 3.7%) 등과 비슷한 수준이다.

경기가 반등해도 강도는 강하지 않을 듯

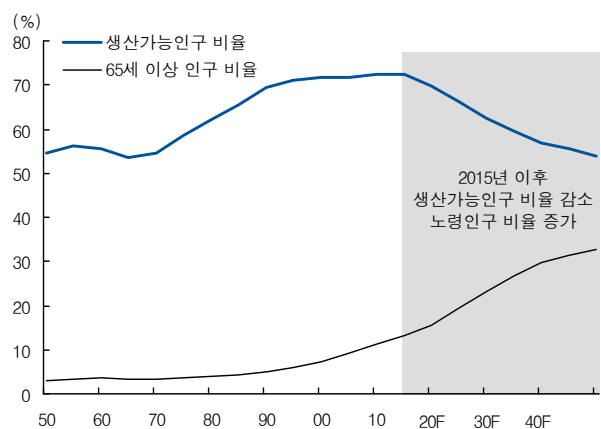
잠재성장률을 3% 중반이라고 보면 현재 잠재성장률과 실제성장률의 차이인 디플레이션 갭(Deflation gap)은 크지 않다. 즉 경기가 평균 수준으로 반등하더라도 그 강도는 과거보다 많이 약할 것이라는 점을 시사한다. 또한 빠르게 진행되는 고령화, 대차대조표 불황으로 이어질 수 있는 주택 가격 하락 등도 한국의 장기 성장 전망을 낮추는 요인들이다.

그림 4. 한국 실질 GDP와 잠재 GDP 성장률 - 잠재 성장률 하락



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 한국 인구 변화 - 생산가능인구 비율 축소, 고령인구 증가



자료: UN, KDB대우증권 리서치센터

순환적 강세장은
언제든지 도래 가능

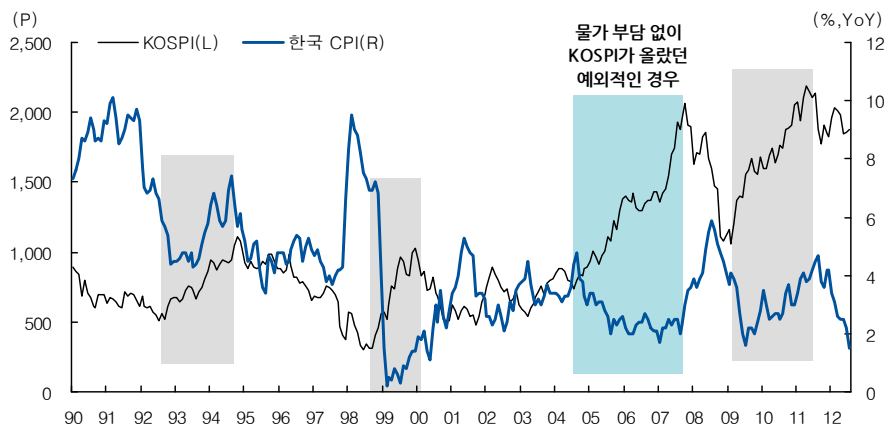
순환적 주가 등락 사이클
단기화될 듯

주식시장의 중기 사이클(Cyclical trend)도 단기화될 가능성 커

성장에 대한 기대가 바뀌기 전까지는 투자 기간을 짧게 가져가는 마켓 타이밍 전술에 대한 고민이 필요하다. 다만 장기 사이클(Secular cycle)보다 짧은 1~2년 정도의 중기 추세(Cyclical cycle)에서는 언제든지 강세장이 나타날 수도 있다.

우리는 중기 사이클에서의 주가 등락 주기도 짧아질 것으로 보고 있다. 주가의 순환적 사이클은 결국 물가 사이클인데, 향후에는 경기가 좋아지는 순간 인플레이션 문제가 빠르게 대두될 가능성이 높다고 보기 때문이다.

그림 6. KOSPI와 물가 상승률 - 주식시장의 대세 사이클은 경기의 반영물인 물가 사이클과 유사

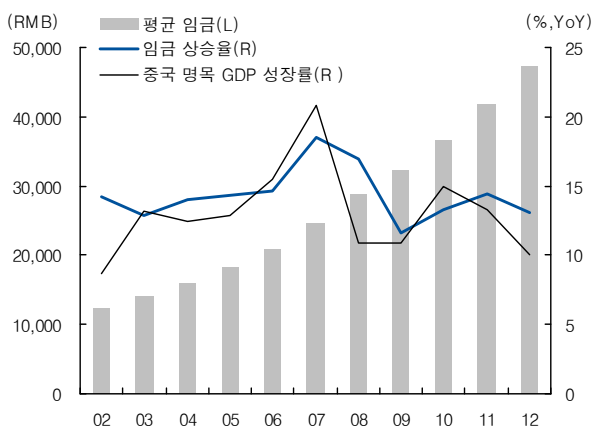


자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

경기가 좋아지는 순간 물가는
빠르게 상승

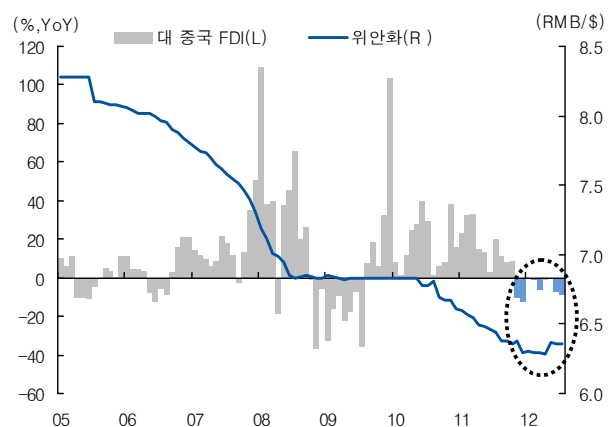
글로벌 디플레이터로서의 중국의 역할 약화, 서구 중앙은행들의 인플레이션 파이터로서의 역할 약화 등이 물가를 빠르게 상승시킬 것이다. 아직은 글로벌 수요가 둔화되는 국면이기 때문에 인플레이션은 큰 문제가 되지 않고 있다. 그러나 경기 회복 국면에서 물가는 빠르게 상승할 수 있고, 이는 주식시장의 중기 사이클 단기화로 이어질 것이다.

그림 7. 중국 임금 및 명목 GDP-임금 상승률이 GDP 성장을 상회



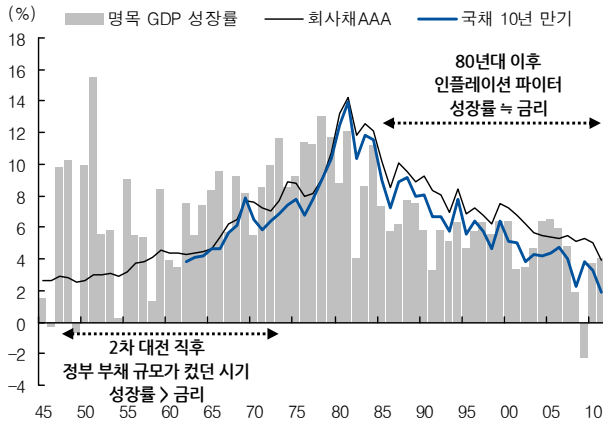
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 대 중국 FDI와 위안화 - 외국인 직접투자 현저한 위축



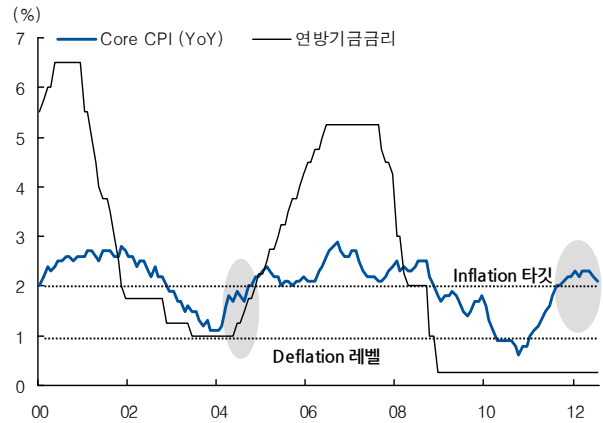
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 미국의 명목성장률과 금리 - 2차대전 직후의 인위적 저금리



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 미국 물가 상승률과 정책 금리 - 인플레이션에 대한 관용적 태도



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

미국 증시의 장타(長打) 종목들 - ‘안정적’이거나 ‘혁신’이 있거나

대표 지수들이 장기 박스권 행보를 나타내고 있는 미국 증시에서도 추세적으로 오르는 종목들은 있었다. 장기 상승세를 나타내는 종목들은 크게 두가지 유형으로 전형화할 수 있다.

필수 소비재와 헬스케어 등 방어적 업종 강세

첫째는 경기 사이클과 무관하게 매출이 안정적으로 발생하는 방어적 섹터의 종목들이었다. 필수소비재와 헬스케어 업종이 대표적이다. 미국의 필수소비재와 헬스케어 업종 지수는 사상 최고가를 경신하고 있다. 전반적으로 성장이 둔화되고 있었기 때문에 상대적으로 안정적인 수요가 있는 종목들에 대한 선호가 컸던 것으로 해석할 수 있다.

애플처럼 혁신적 종목으로의 쏠림 뚜렷

두번째 유형은 혁신이 있는 종목들이었다. 애플이 대표적인데 순환적인 경기 사이클과 무관하게 새로운 패러다임을 만들어 나가는 종목이 높은 프리미엄을 받았다고 평가할 수 있다.

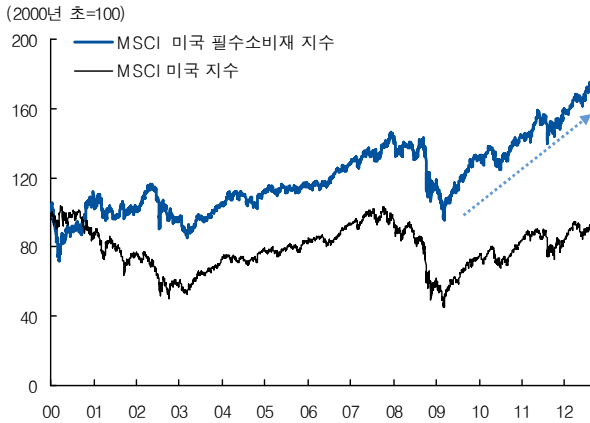
경기민감 소비재에 속하는 일부 종목들도 장기 주가 추세가 견조했는데, 이들도 대부분 순환적인 경기 사이클에 연동됐다기보다는 새로운 유통 채널의 확보 등 애플과 비슷한 ‘혁신형 종목’으로 분류할 수 있는 종목들이었다<표 4>.

결국 성장이 있는 종목군이 장기적으로 상승

종합해 보면 결국은 성장이 있는 종목들이 부각됐다는 평가가 가능하다. 애플을 비롯한 혁신형 종목들은 당연히 높은 성장세를 구가하는 종목들이었지만, 필수소비재와 헬스케어 관련 종목들의 경우도 경제 전반이 저성장하는 가운데 안정적인 매출 성장세를 이어 갔기 때문에 부침이 적은 성장세가 상대적으로 돋보였다고 볼 수 있다.

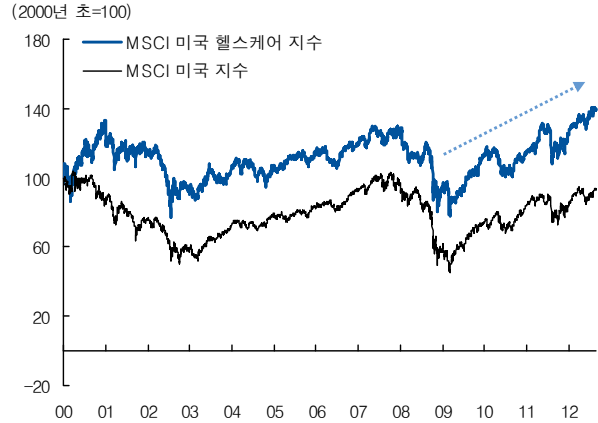
70년대 미국 증시 장기 박스권 돌입 초기 국면에서 강세를 나타냈던 매력적인 50종목(Nifty fifty)도 통상 우량주로 알려져 있지만, 실은 당대에 가장 높은 성장세를 구가했던 성장주들이었다는 점을 떠올릴 필요가 있다.

그림 11. MSCI 미국 지수와 필수 소비재 지수



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. MSCI 미국 지수와 헬스케어 지수



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

성장주에 걸맞는 밸류에이션 프리미엄을 받고 있어

S&P500 종목들 중 2000년대 전체적으로 가장 많이 오른 종목은 MONSTER BEVERAGE였는데, 21,766%의 급등세를 기록했다. 과일 주스를 판매하는 회사였지만, 기능성 음료의 개발로 Coca Cola에 M&A 대상으로 떠오를 정도로 부상하면서 주가가 급등했다. 대체로 2000년대에 급등한 종목들은 밸류에이션이 시장 대비 높은 할증을 받고 있었다. 시장 밸류에이션이 디레이팅되고 있다는 점을 감안하면 결국 투자자들이 성장성에 높은 프리미엄을 주고 있다는 평가가 가능하다.

표 1. S&P500 지수 내에서의 장타(長打) 종목군

종목명	Ticker	GICS 섹터 분류	주가 상승률(%)		예상 PER (배)	사업내용
			2000년대 (00~12년)	2012년		
MONSTER BEVERAGE	MNST	필수 소비재	21,766	27.9	29.3	기능성 에너지 음료, 과일 주스 등 판매
APPLE	AAPL	IT	2,488	64.3	15.2	아이폰 시리즈로 스마트폰 시장 석권
DAVITA	DVA	헬스케어	2,082	28.3	15.8	만성 신부전증 환자에게 투석 서비스 제공
STERICYCLE	SRCL	산업재	1,846	17.5	28.0	의료 폐기물 처리
EXPRESS SCRIPTS	ESRX	헬스케어	1,466	40.1	16.9	기업, 후생복지회 등의 헬스케어 시스템 관리 대행
VENTAS	VTR	금융	1,464	18.8	17.8	부동산 투자 신탁(노인 주택 커뮤니티, 전문요양 시설 등 관리)
CABOT OIL & GAS	COG	에너지	1,447	9.1	87.4	오일 및 가스 개발 업체, 셰일 가스 수혜
ROSS STORES	ROST	경기 소비재	1,443	45.6	21.5	유명 브랜드 의류 및 액세서리를 할인가에 판매
CERNER	CERN	헬스케어	1,386	19.4	31.1	헬스케어 솔루션 제공하는 S/W 업체
ALEXION PHARMACEUTICALS	ALXN	헬스케어	1,324	49.9	56.6	자가면역 질환 및 심혈관 질환 치료용 바이오 신약 개발
PERRIGO	PRGO	헬스케어	1,275	13.0	20.3	일반 의약품 및 제네릭 의약품 제조
AUTOZONE	AZO	경기 소비재	1,019	11.3	15.5	자동차 부품 및 액세서리 전문 소매업체
REYNOLDS AMERICAN	RAI	필수 소비재	946	11.3	15.6	담배 제조 업체
URBAN OUTFITTERS	URBN	경기 소비재	931	36.2	23.7	패션 의류와 액세서리 등을 카탈로그와 웹사이트를 통해 판매
NATIONAL OILWELL VARCO	NOV	에너지	928	15.9	13.2	원유 및 가스전 개발에 사용되는 장비 및 부품 생산
RALPH LAUREN	RL	경기 소비재	830	14.9	20.2	대중 브랜드 폴로 및 명품 의류 제조 업체
TJX COMPANIES	TJX	경기 소비재	796	41.9	18.5	유명상표 및 디자이너 제품을 할인 소매 판매
AIRGAS I	ARG	소재	774	6.4	17.7	산업 및 의료용 가스 장비 유통
BALL CORP	BLL	소재	757	18.1	13.8	음식료 제품 포장재 생산 업체
WHOLE FOODS MARKET	WFM	필수소비재	756	39.0	38.5	인공 감미료 및 화학물질이 첨가되지 않은 식품을 판매하는 슈퍼마켓

주: 2012년 8 월31일까지의 등락률, 예상 PER은 FY1 기준, S&P500 PER은 13.6배 / 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

한국 증시의 장타 종목 찾기 - '안정적'이거나 '혁신'이 있거나

안정성과 혁신

한국에서도 장기적인 '매수 후 보유'가 가능한 종목들을 찾아보았다. 미국에서 강세를 나타내고 있는 종목들과 비슷하게 경기의 부침과 무관하게 '안정적'인 이익 성장이 가능한 종목, 그리고 산업의 패러다임 변화를 이끌고 있거나 기업의 경쟁력이 구조적으로 제고되는 '혁신'형 종목들을 찾는데 주안점을 뒀다.

성장주 개념의 8개 종목 추천

단기 손익보다는 성장 스토리가 있는 종목들을 중심으로 8개 종목을 선택했다. 외형·이익의 장기 확장성 및 안정성을 고려한 것이다. 미국과 마찬가지로 선정된 종목들의 밸류에이션은 대체로 시장보다 높다. 성장 프리미엄이 반영된 결과라고 생각한다. 밸류에이션이 싼 종목보다는 성장 가치에 주목할 필요가 있다는 판단이다.

안정적 성장이 가능한 종목군은 장기 투자의 1순위

LG생활건강(051900), 오리온(001800), CJ대한통운(000120), LS산전(010120) 등은 안정형 종목으로 선정했다. 시장의 통념으로는 성장주로 보기 힘들지만 안정적 사업 포트폴리오, 아시아 내수 시장으로의 확대, 업종 내 과점적 지위 보유 등을 감안할 때 오히려 진정한 성장주로 해석해야 한다. 이들 종목의 향후 3년 EPS 증가율은 17~50%에 달할 것으로 추정된다.

혁신이 있는 종목도 장기 투자의 대상

한편 현대차(005380), NHN(035420), 키움증권(039490), 에스엠(041510) 등은 혁신형 종목으로 추천한다. 구조적인 시장 점유율 상승, 새로운 소통 매개에서의 지배력, 콘텐츠 가치의 부각 등을 고려했다. 한편 현대차와 키움증권의 향후 3년 EPS 성장률은 10% 내외이다. 이 두 종목은 밸류에이션이 다른 종목들에 비해 현저히 낮다. 시장점유율(M/S)의 상승에 따른 리레이팅 가능성을 고려해 선정했다.

표 2. 한국 증시의 장타 가능 종목들

(십억 원,배,%)

	종목명	코드	시가총액	FY1 예상 P/E	향후 3년 EPS 증가율	코멘트
안정형 종목군	LG생활건강	051900	9,839	30.7	24.7	화장품, 생활용품, 음료 등 포트폴리오 안정적
	오리온	001800	5,542	34.4	36.6	중국을 넘어 아시아로 성장
	CJ대한통운	000120	2,096	19.2	17.4	M&A를 통한 승자독식
	LS산전	010120	1,935	9.8	50.4	니치 시장에서 안정적 수요 획득
혁신형 종목군	현대차	005380	54,188	7.8	10.1	질적 변화에 따른 글로벌 신분 상승
	NHN	035420	12,658	23.9	21.4	인터넷 권력자, 모바일에서도 영향력 확대
	키움증권	039490	1,344	12.4	9.7	증권업에서 고객과 자산이 가장 빠르게 증가
	에스엠	041510	1,146	18.1	49.7	문화 권력, 양질의 콘텐츠 보유를 통한 고성장

자료: KDB대우증권 리서치센터

(자세한 내용은 금일 별도로 간행된 '저성장 시대의 新투자전략'을 참조하시기 바랍니다.)